

삼성생명(032830)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 163,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(11/9)	2,551
주가(11/9)	132,500
시가총액(십억원)	26,500
발행주식수(백만)	200
52주 최고/최저가(원)	137,500/104,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	38,469
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.8/16.7
주요주주(%)	이건희 외 5인 47.0
	신세계 외 1인 8.1

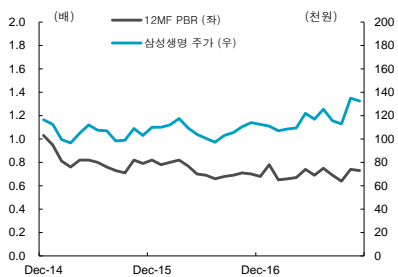
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	11.0	18.2	16.5
PBR(x)	0.7	0.8	0.7
ROE(%)	7.9	4.8	4.9
DY(%)	1.1	1.7	1.9
EPS(원)	10,271	7,261	8,026
BPS(원)	152,094	170,458	180,804

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	17.3	15.7	26.8
상대주가(%p)	10.7	4.5	(3.4)

12MF PBR 추이



배당정책의 전향적 변화 기대

What's new : 신규 투자이원 상승 전환으로 역마진 부담 축소

삼성생명의 3Q17 순이익은 3,202억원으로 전년 대비 34.1% 감소, 전분기 대비 15.8% 감소했다. 우리의 추정치와 비슷했지만 경상적 실적 대비는 부진했는데 3Q 위험손해율이 85.7%로 전년 대비 7.5%p 상승, 전분기 대비 10.8%p 상승했기 때문이다. 이례적인 위험손해율 상승의 배경은 방학철 진단 및 클레임 증가와 영업일수 증가 때문이다. 생보업계 전체적으로 위험손해율이 부진했다. 반면, 3Q 신규투자이익률은 3.4%로 2016년 3Q 2.8% 최저점을 찍은 후 꾸준히 상승 중이다. 현재 보유이원이 3.7%이고, 향후 시중금리 상승으로 신규 투자이원이 높아질 가능성이 높다는 점에서 역마진 스프레드의 점진적 축소를 전망한다.

Positives : 전향적 배당정책 변화 기대

삼성생명은 컨퍼런스콜을 통해 실질적인 주주환원에 도움이 되지 않는 자사주매입 보다는 배당을 확대할 계획을 내비쳤다. 전년 삼성생명의 배당성향은 25%(일회성 제외 기준)에 불과했는데, 과거 자사주 매입재원의 상당 부분이 주주를 위한 배당으로 이어질 것이라는 점에서 긍정적이다. 2018년은 삼성전자의 배당 확대, 변액보증업선 축소로 삼성생명의 당기순이익이 1.6조원으로 2017년 대비 10.5% 증가할 것이라는 점에서 기존 주주들의 수혜가 기대된다. 2018년 순이익 기준 배당성향 30% 적용 시 DPS는 2,520원이고 배당수익률은 1.9%, 배당성향 40% 적용 시 DPS는 3,360원이고 배당수익률은 2.5%, 배당성향 50% 적용 시 DPS는 4,200원이고 배당수익률은 3.2%이다. 2018년 시중금리 상황에 따라 삼성생명의 변액보증업선 준비금이 환입 혹은 큰 폭 감소할 전망이다기에 순이익 추정치 및 배당 전망치는 상향될 가능성이 상존한다.

Negatives : 손해율 상승에 따른 보험손익 부진

3Q17 위험손해율은 85.7%로 높은 수준이다. 누적 기준으로는 80.8%로 전년 대비 1.4%p 상승했다. 매해 계절적 요인으로 일시적으로 손해율 상승한다. 삼성생명은 적극적인 손해율 관리를 통해 연간 기준 76~77%까지 손해율을 개선 시킬 계획이다.

결론 : 목표주가 163,000원, 16.4% 상향

삼성생명의 목표주가를 기존 163,000원으로 16.4% 상향한다. 목표주가 상향의 배경은 시중금리 상승에 따라 보험 영업이익 개선이 예상되고, 삼성생명의 전향적 배당 정책 변화로 멀티플 상향이 타당하다고 판단했기 때문이다. 2018년 삼성생명의 추정 순이익 1.6조

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
보험영업수익	4,144	4,222	1.9	5,177	1.0	(1.5)	17,201	16,996
보험손익	247	205	(17.1)	610	(56.8)	(67.4)	1,654	MM
투자손익	1,600	1,712	7.0	1,761	2.6	(9.5)	7,093	MM
당기순이익	319	320	0.2	332	(15.8)	(34.1)	1,452	1,490

윤태호

taeho3123@truefriend.com

조원에서 계열사 배당/지분법 이익을 차감한 보험영업 순이익 7,392억원이다. 삼성생명의 보험영업 순이익에 한화생명과 ING생명의 평균 PER 11.0배를 적용해서 영업가치 8.1조원을 적용했다. 삼성생명은 한화생명처럼 금리민감도가 높고, ING생명처럼 주주중심의 배당정책 변화가 예상된다는 점에서 양사 평균 멀티플을 적용했다. 이외 보유 지분가치에서 유배당계약자 지분과 이연법인세를 제외한 21.9조원, 자사주 2.7조원을 합산하여 산출했다. 삼성생명이 보유 중인 삼성전자 지분 매각이 현실화되면 유배당계약자 지분, 결손금 처리 과정에서 주주 지분의 평가이익 추가 배분이 예상되기에 기업가치 상향 요인이 발생할 것이다.

〈표 1〉 삼성생명 수익전망 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	FY2016		FY2017 (변경 후)						FY2017 (변경 전)					변경 폭	
	3Q(A)	연간	1Q(A)	2Q(A)	3Q(P)	4Q(F)	연간	1Q(A)	2Q(A)	3Q(P)	4Q(F)	연간	3Q17	연간	
보험영업수익	4,285	17,046	4,465	4,180	4,222	4,334	17,201	4,465	4,180	4,144	4,334	17,124	1.9	0.5	
보험영업비용	3,655	14,570	3,959	3,705	4,017	3,866	15,547	3,959	3,705	3,897	4,126	15,687	3.1	(0.9)	
지급보험금	2,655	10,610	2,968	2,738	3,025	2,900	11,630	2,968	2,738	3,020	3,111	11,837	0.2	(1.7)	
사업비	391	1,524	387	374	379	375	1,515	387	374	311	419	1,491	21.8	1.6	
신계약비상각	529	2,124	522	509	525	529	2,085	522	509	502	529	2,061	4.7	1.2	
책임준비금전입액	2,173	9,242	2,091	1,943	1,863	2,244	8,141	2,091	1,943	1,742	1,761	7,537	6.9	8.0	
보험손익	630	2,476	506	475	205	467	1,654	506	475	247	207	1,436	(17.1)	15.2	
투자영업이익	1,893	8,000	2,032	1,669	1,712	1,681	7,093	2,032	1,669	1,600	1,424	6,724	7.0	5.5	
영업외이익	339	1,373	337	339	370	360	1,406	337	339	364	353	1,393	1.8	0.9	
당기순이익	486	2,054	566	380	320	185	1,452	566	380	319	147	1,413	0.2	2.8	
손해율	114.5	118.3	115.1	114.0	117.8	120.2	116.8	115.1	114.0	116.4	114.0	114.9	1.4	1.9	
사업비율	21.8	21.8	20.7	21.5	21.8	21.2	21.3	20.7	21.5	19.9	22.3	21.1	1.9	0.2	
투자이익률	3.6	4.1	3.8	3.1	3.1	3.5	3.4	3.8	3.1	3.3	3.1	3.4	(0.2)	0.1	
투자이익/수입보험료	44.8	47.7	46.2	40.5	41.2	39.5	41.9	46.2	40.5	39.1	33.5	39.9	2.1	2.0	
총자산	262,116	264,654	268,409	276,178	281,488	275,566	275,566	268,409	276,178	267,864	273,623	273,623	5.1	0.7	
운용자산	211,756	214,879	215,000	222,976	227,665	222,573	222,573	215,000	222,976	216,347	220,938	220,938	5.2	0.7	
유가증권	145,172	142,071	145,474	151,205	152,154	149,756	149,756	145,474	151,205	146,143	149,650	149,650	4.1	0.1	
대출	54,547	58,063	57,645	60,100	63,566	61,460	61,460	57,645	60,100	58,762	59,689	59,689	8.2	3.0	
비운용자산	8,450	8,269	9,152	7,975	8,187	8,871	8,871	9,152	7,975	11,280	8,891	8,891	(27.4)	(0.2)	
특별계정자산	42,203	44,109	44,576	45,664	40,321	43,819	43,819	44,576	45,664	40,321	43,819	43,819	0.0	0.0	
책임준비금	155,946	158,729	160,921	162,984	164,978	165,249	165,249	160,921	162,984	162,783	164,556	164,556	1.3	0.4	
계약자지분조정	8,964	8,058	8,688	9,693	9,960	8,222	8,222	8,688	9,693	7,583	7,736	7,736	31.4	6.3	
자기자본	30,908	28,308	29,503	31,859	32,584	31,981	31,981	29,503	31,859	30,947	31,578	31,578	5.3	1.3	
BPS (원)	165,091	152,094	158,068	169,845	173,470	170,458	170,458	158,068	169,845	165,285	168,443	168,443	5.0	1.2	

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼성생명, 한국투자증권

<표 2> 삼성생명 SOTP

(단위: 십억원, %)

	비고	금액(십억원)
(1)영업가치		8,116
영업순이익	계열사 배당/지분법 제외한 경상적이익	739
적정 PER	업종평균(배)	11.0
계열사 지분	공정가치	주주지분(유배당 세금 제외)
(2) 지분 합계	36,470	21,924
삼성전자	29,785	16,159
삼성중공업	175	115
에스원	195	118
호텔신라	238	136
기타 제계열사	608	370
제계열사 합	30,392	16,529
삼성화재	1,927	777
삼성증권	964	325
금융계열사 합	1,688	1,102
유배당계약 대상 지분	32,080	17,632
삼성화재	596	588
삼성카드	3,186	3,117
삼성증권	607	587
유배당계약 미반영 소계	4,389	4,292
(3)자사주 10.3%	지분율 10.2%	2,703
총 기업가치		32,743
적정 NAV		163,715
목표주가		163,000
과리율		-0.4%

주: 삼성생명의 영업순이익은 계열사 배당금, 지분법이익을 제외한 순이익. 삼성전자 지분 8.2%의 주주 지분은 16.2조원 (지분의 공정가치에서 이연법인세, 유배당계약 지분 제외)

자료: Dart, 한국투자증권

<표 3> 삼성생명 보험영업 순이익 산출

(단위: 십억원)

	순이익	지분율	배당성향	계열사이익
삼성생명	1,605			
1) 배당금 인식 계열사 지분(2017F 세후 배당)				
삼성전자(2017년 연말 배당/2018년 2Q-4Q 배당)	41,513	8.9		440
삼성중공업	119	3.4	0.0	0
에스원	160	5.3	26.4	2
호텔신라	30	7.3	74.7	1
삼성화재	1,058	15.0	30.0	42
배당이익 소계				485
2) 지분법이익 계열사 소계(2018F 순이익)				
삼성카드	358	71.9		257
삼성자산운용	49	98.7		49
삼성증권	249	30.0		75
지분법이익 소계				381
3) 조정 삼성생명				
삼성생명 2018F 보험영업순이익				739
계열사 지분가치를 제외한 삼성생명 시가총액				4,576
조정 2018F PER				6.2
계열사 지분가치/자사주를 제외한 삼성생명 시가총액				1,846
조정 2018F PER				2.5

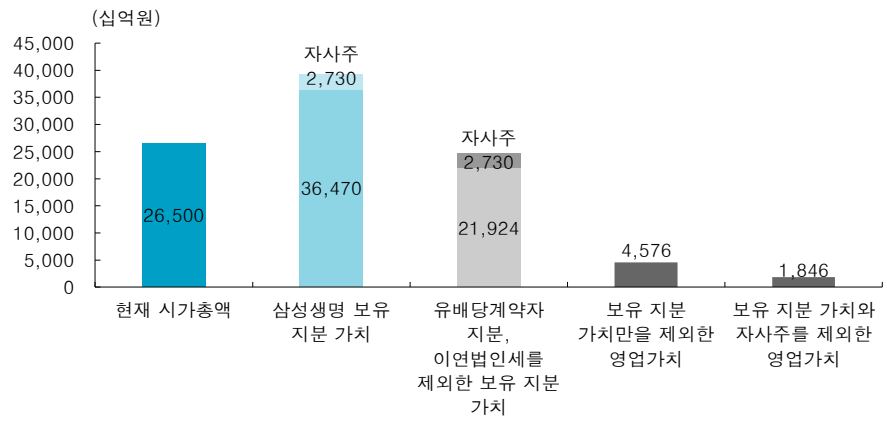
주: 삼성생명 순이익은 일회성 및 계열사 이익기여도를 제외한 경상적이익

배당금은 세후 배당

계열사 지분가치를 제외한 시가총액은 유배당지분 및 이연법인세 차감

자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 1] 삼성생명 시가총액과 계열사 지분가치 비교



자료: Dart, Quantiwise, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
자산총계	230,363	264,654	275,566	294,304	320,077
운용자산	183,082	214,879	222,573	237,520	258,078
현금과예치금	3,272	5,823	3,055	3,172	3,333
유가증권	137,227	142,071	149,756	161,086	176,669
주식	19,805	23,902	31,765	34,311	37,813
채권	105,597	106,351	100,649	108,282	118,782
대출채권	33,363	58,063	61,460	64,582	68,877
부동산	9,220	8,923	8,283	8,839	9,604
비운용자산	7,695	8,269	8,871	5,257	(2,561)
미상각신계약비	3,856	3,542	3,209	2,494	1,447
특별계정자산	40,725	44,109	43,819	51,017	63,763
부채총계	206,641	236,345	243,584	260,253	283,180
책임준비금	149,118	158,729	165,249	173,998	183,302
보험료적립금	143,389	152,281	160,754	169,337	178,467
계약자지분조정	6,968	8,058	8,222	8,890	9,258
기타부채	9,976	25,683	26,443	26,559	27,164
특별계정부채	40,578	43,857	43,786	50,922	63,572
자본총계	23,722	28,308	31,981	34,051	36,897
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	6	63	63	63	63
이익잉여금	11,567	13,289	13,851	14,566	15,875
기타포괄손익누계액	13,548	15,310	18,401	19,755	21,292

성장지표

(단위: %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
총자산성장률	7.4	14.9	4.1	6.8	8.8
수입보험료성장률	(0.6)	(3.4)	0.9	0.0	3.7
개인	(0.7)	(3.6)	0.4	0.4	3.7
단체	(3.1)	(3.4)	(0.4)	0.9	3.7
영업이익	(90.1)	1,918.3	(53.9)	(21.8)	41.5
당기순이익	(9.4)	69.6	(29.3)	10.5	10.1
투자수익증가율	(6.2)	24.4	(7.9)	12.6	7.0
운용자산증가율	6.2	17.4	3.6	6.7	8.7
수입보험료 비중					
개인	97.1	96.9	96.4	96.8	96.8
생존	35.4	29.7	29.2	29.3	29.3
양로	11.7	12.1	12.8	12.6	12.6
단체	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
지급보험금 비중					
보험금	16.0	15.3	13.1	12.3	12.3
환급금	83.2	83.9	82.1	79.8	79.8
배당금	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
보험영업수익	17,612	17,046	17,201	17,180	17,812
보험료수익	17,354	16,768	16,917	16,918	17,538
개인	16,846	16,244	16,316	16,379	16,983
생존	6,145	4,978	4,945	4,950	5,137
사망	8,670	9,229	9,212	9,291	9,633
양로	2,031	2,037	2,159	2,138	2,213
단체	441	425	424	428	444
지급보험금	10,210	10,610	11,630	11,973	12,401
보험금	1,631	1,623	1,522	1,473	1,527
환급금	8,496	8,905	9,547	9,551	9,898
배당금	64	59	61	63	65
사업비	1,559	1,524	1,515	1,145	1,028
(이연신계약비)	(1,934)	(1,809)	(484)	(1,392)	(1,164)
신계약비	1,956	1,840	493	1,417	1,184
유지비	1,537	1,493	366	1,120	1,008
신계약비상각비	2,057	2,124	2,085	2,108	2,210
보험손익	3,497	2,476	1,654	1,690	1,896
투자손익	6,428	8,000	7,093	8,661	7,957
책임준비금전입	9,864	9,242	8,141	8,641	9,187
영업이익	61	1,235	570	445	630
영업외손익	1,310	1,373	1,406	1,432	1,432
당기순이익	1,211	2,054	1,452	1,605	1,767

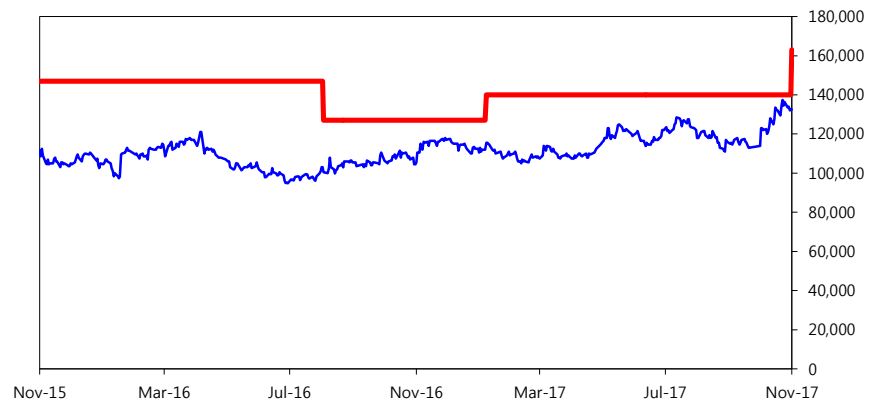
수익성지표

(단위: 원, %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
ROA	0.5	0.8	0.5	0.6	0.6
ROE	5.3	7.9	4.8	4.9	5.0
당기순이익/수입보험료	7.0	12.3	8.6	9.5	10.1
투자수익/수입보험료	37.0	47.7	41.9	51.2	45.4
보험금지급률	58.8	63.3	68.7	70.8	70.7
보험금지급률(책임준비금포함)	115.7	118.4	116.9	121.8	123.1
보험금/ 보험료수익	9.4	9.7	9.0	8.7	8.7
환급금/ 보험료수익	49.0	53.1	56.4	56.5	56.4
배당금/ 보험료수익	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
투자영업지표					
총자산대비 투자영업이익률	2.9	3.3	2.8	3.0	2.9
운용자산수익률	3.7	4.1	3.4	3.7	3.6
총자산대비 운용자산	79.5	81.2	80.8	80.7	80.6
주당지표(원)					
EPS	6,056	10,271	7,261	8,026	8,835
BPS	118,609	141,542	159,906	170,253	184,483
수정 BPS	126,451	152,094	170,458	180,804	195,035
DPS	1,800	1,200	2,280	2,520	2,770
배당수익률	1.6	1.1	1.7	1.9	2.1
배당성향	27.5	10.5	30.0	30.0	30.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
삼성생명(032830)	2015.11.01	매수	147,000원	-27.7	-17.7
	2016.08.12	매수	127,000원	-13.7	-7.1
	2017.01.17	매수	140,000원	-16.6	-1.8
	2017.11.10	매수	163,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 10일 현재 삼성생명 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성생명 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.9.30 기준)

매 수	중립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.